

# NAVER (035420/KS)

묵직하게 버텨줄 본업, 날개 펼칠 신사업

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 290,000 원(유지)  
 현재주가: 226,500 원  
 상승여력: 28.0%



Analyst  
**남효지**

hjinam@sk.com.kr  
 3773-9288

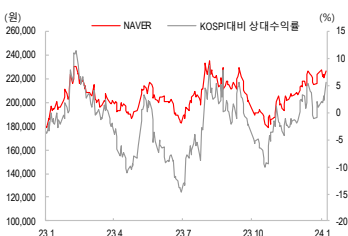
### Company Data

발행주식수	16,241 만주
시가총액	36,786 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.34%
자사주	7.19%

### Stock Data

주가(24/01/08)	226,500 원
KOSPI	2,567.82pt
52주 최고가	234,500 원
52주 최저가	178,300 원
60일 평균 거래대금	129 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 4Q23 Preview: 영업이익 3,982 억원, OPM 15.8% 전망

영업수익 2.51 조원(+10.6%, YoY 이하 동일), 영업이익 3,982 억원(+18.3%), 지배주주순이익 3,290 억원(+121.1%)으로 영업이익은 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 서치플랫폼은 연말 성수기 효과로 +1.5% 성장한다. 커머스는 동절기 가전, 패션 등 고단가 상품 거래액이 견조해 +34.2%로 고성장이 지속된다. 핀테크 +12.7%, 콘텐츠 +2.5%, 클라우드 +8.3%로 예상한다. 영업비용은 2.11 조원(+9.3%)으로 데이터센터 개관, AI 장비 구입에 따른 인프라비 증가, 커머스 관련 마케팅비 증가를 반영했다. 전반적으로 고른 매출 성장과 비용 통제가 지속되는 분기였다.

## 올해 더 단단해질 본업

서치플랫폼 실적 개선세는 지속적으로 확인할 수 있을 것이다. 연중 CLOVA for ad, Cue: 도입 효과가 나타나고, DA 도 매분기 역성장 폭을 축소하고 있다. 앱 개편 이후 인벤토리 증가, 하반기 신규 광고 상품을 출시하며 재차 성장세에 진입할 것이다. 커머스도 10/5 부터 시작된 솔루션 유료화로 blended take rate이 상승하고 있다. 연중 브랜드스토어 채택 및 거래액이 지속 상승하고, 추가적으로 프리미엄 AI 패키지(머천다이징, 추천 솔루션 등), 버티컬 커머스 강화로 커머스는 올해도 견조한 성장이 예상된다. 별도 영업이익률은 23E 30.8%→ 24E 31.8%로 전망한다.

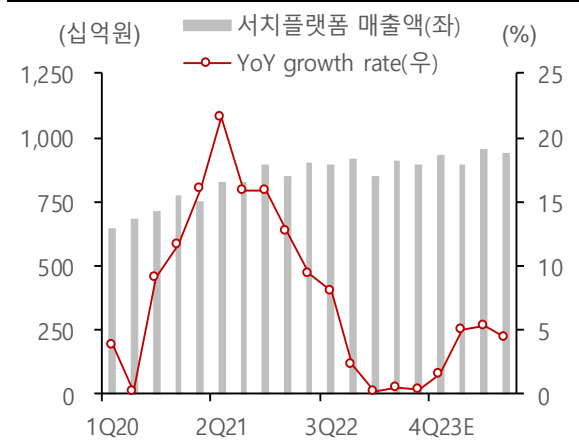
## +α를 찾아서

12 월 '치지직' 베타서비스를 시작해 스트리밍 서비스에 투자를 늘리고 있다. 커머스와 연동, 숏폼 콘텐츠 강화로 플랫폼 입지가 강화되고 추가적인 광고 매출도 발생한다. AI 사업은 하이퍼클로바 솔루션 판매가 이어지며 YoY 성장세는 지속된다. 올해 추가 비용 집행은 없고, 매분기 매출 성장을 확인할 수 있을 것이다. 또한 올해 네이버웹툰의 상장도 예정되어 있다. 3Q23 웹툰 글로벌 프로모션을 통해 ARPPU와 PU 증가에 집중된 결과 질적 성장을 보이고 있고, 스노우는 구조조정을 통해 수익성 강화에 집중한다. 작년 견조한 이익 성장에 베이스 부담이 존재하나 올해 성장 여력 또한 충분하다.

### 영업실적 및 투자지표

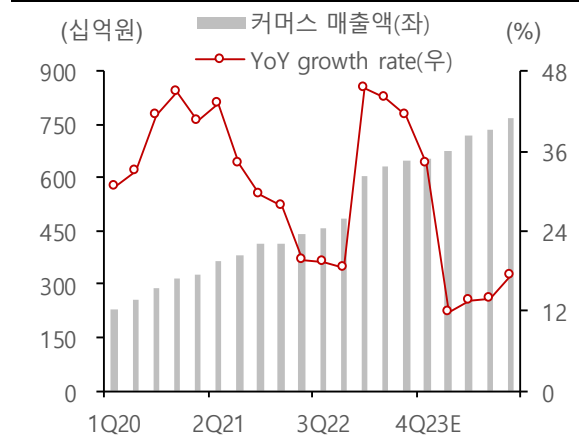
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,647	10,631	11,673
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,482	1,733	1,987
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	1,028	1,388	1,622
EPS	원	7,903	9,082	4,634	6,327	8,545	9,985
PER	배	37.0	41.7	38.3	35.4	25.8	22.1
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	16.6	14.2	12.7
ROE	%	15.2	106.7	3.3	4.5	5.8	6.5

4Q23E 서치플랫폼 매출 성장 +1.5%



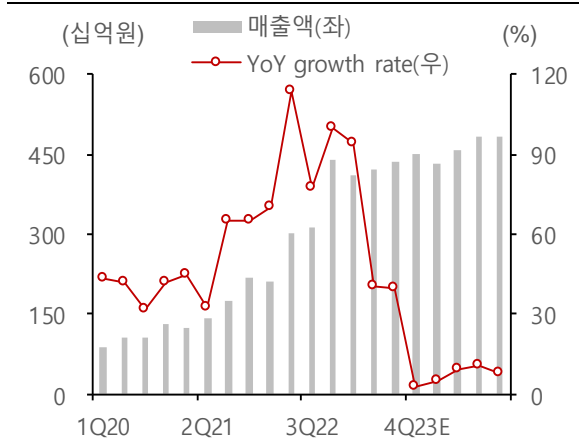
자료 : NAVER, SK 증권

4Q23E 커머스 매출 성장 +34.2%



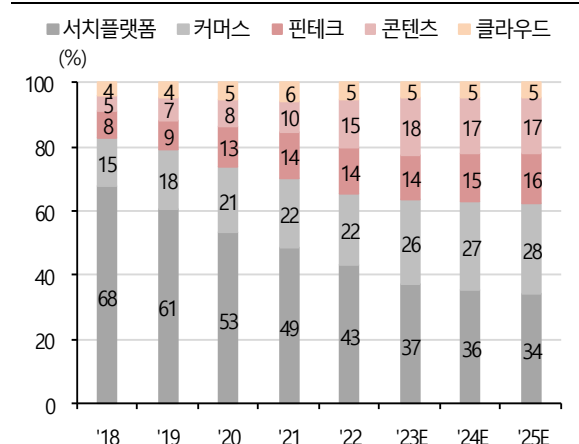
자료 : NAVER, SK 증권

4Q23E 콘텐츠 매출 +2.5%



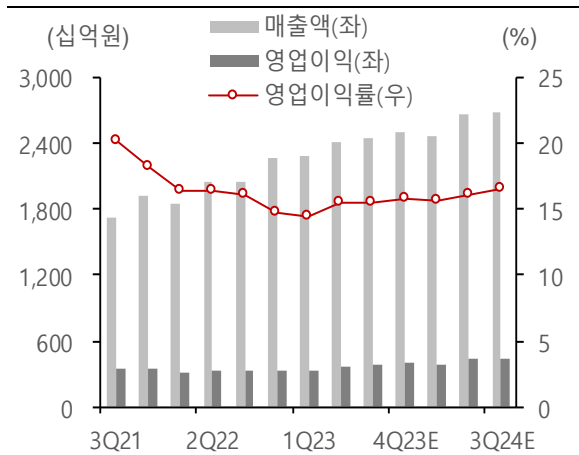
자료 : NAVER, SK 증권

사업부문별 매출 비중



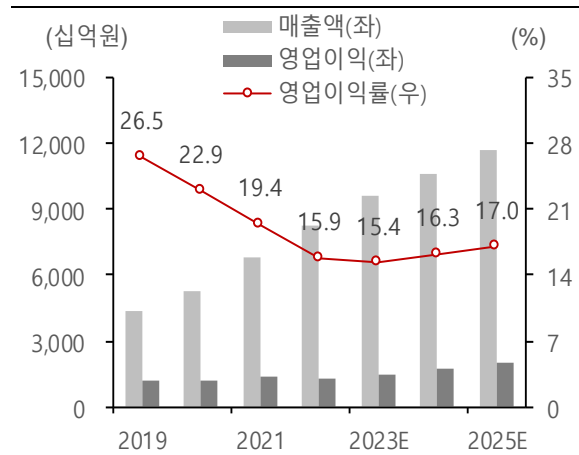
자료 : NAVER, SK 증권

분기별 실적 전망 및 추이



자료 : NAVER, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료 : NAVER, SK 증권

NAVER 수익 추정 표

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
<b>영업수익</b>	<b>2,280.4</b>	<b>2,407.9</b>	<b>2,445.3</b>	<b>2,513.1</b>	<b>2,473.3</b>	<b>2,660.1</b>	<b>2,693.1</b>	<b>2,804.5</b>	<b>8,220.1</b>	<b>9,646.7</b>	<b>10,631.0</b>
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	930.4	894.6	958.3	938.3	996.8	3,568.0	3,591.1	3,788.0
검색광고	655.7	689.2	688.2	695.1	689.4	723.5	715.2	736.4	2,608.6	2,728.2	2,864.5
디스플레이	192.3	217.4	206.7	230.9	200.5	228.6	215.9	249.0	940.5	847.3	894.0
커머스	605.9	632.9	647.4	653.5	677.7	719.0	736.0	766.2	1,801.1	2,539.7	2,898.9
핀테크	318.2	339.7	340.8	360.5	359.9	399.7	412.1	421.7	1,186.6	1,359.2	1,593.3
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	448.4	430.5	458.8	481.2	483.4	1,261.5	1,715.1	1,853.8
클라우드	93.2	104.5	123.6	120.3	110.7	124.3	125.6	136.4	402.9	441.7	497.0
<b>영업비용</b>	<b>1,950.0</b>	<b>2,035.2</b>	<b>2,065.1</b>	<b>2,114.9</b>	<b>2,087.5</b>	<b>2,231.8</b>	<b>2,248.6</b>	<b>2,330.3</b>	<b>6,915.4</b>	<b>8,165.2</b>	<b>8,898.3</b>
개발/운영	635.5	644.3	631.4	652.7	662.0	679.9	690.3	718.2	2,070.3	2,563.9	2,750.5
파트너	831.9	865.5	886.4	903.6	877.8	974.7	975.2	1,016.1	2,963.9	3,487.5	3,843.8
인프라	132.6	142.0	157.3	163.9	160.9	170.4	173.2	177.3	580.6	595.8	681.8
마케팅	349.9	383.4	389.9	394.7	386.8	406.9	409.8	418.7	1,300.6	1,518.0	1,622.2
<b>영업이익</b>	<b>330.5</b>	<b>372.7</b>	<b>380.2</b>	<b>398.2</b>	<b>385.8</b>	<b>428.3</b>	<b>444.5</b>	<b>474.2</b>	<b>1,304.7</b>	<b>1,481.5</b>	<b>1,732.7</b>
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	15.8%	15.6%	16.1%	16.5%	16.9%	15.9%	15.4%	16.3%
<b>순이익</b>	<b>43.7</b>	<b>286.7</b>	<b>356.2</b>	<b>330.9</b>	<b>221.7</b>	<b>280.1</b>	<b>343.7</b>	<b>470.2</b>	<b>673.2</b>	<b>1,017.5</b>	<b>1,315.6</b>
지배주주순이익	55.1	267.7	375.8	329.0	233.9	295.5	362.5	496.0	760.3	1,027.5	1,387.8
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	23.6%	17.7%	18.9%	10.6%	8.5%	10.5%	10.1%	11.6%	20.6%	17.4%	10.2%
서치플랫폼	0.2%	0.5%	0.3%	1.5%	5.0%	5.3%	4.4%	7.1%	7.9%	0.6%	5.5%
검색광고	5.3%	4.3%	3.5%	5.3%	5.1%	5.0%	3.9%	5.9%	8.7%	4.6%	5.0%
디스플레이	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-7.6%	4.3%	5.1%	4.5%	7.8%	6.2%	-9.9%	5.5%
커머스	45.5%	44.0%	41.3%	34.2%	11.9%	13.6%	13.7%	17.2%	21.0%	41.0%	14.1%
핀테크	15.8%	14.9%	15.1%	12.7%	13.1%	17.7%	20.9%	17.0%	21.2%	14.5%	17.2%
콘텐츠	94.0%	40.1%	39.5%	2.5%	4.7%	9.1%	10.6%	7.8%	91.3%	36.0%	8.1%
클라우드	1.2%	-0.4%	30.3%	8.3%	18.7%	18.9%	1.6%	13.4%	5.3%	9.6%	12.5%
영업비용	26.3%	19.0%	19.6%	9.3%	7.1%	9.7%	8.9%	10.2%	25.9%	18.1%	9.0%
개발/운영	34.6%	25.1%	21.0%	16.2%	4.2%	5.5%	9.3%	10.0%	18.1%	23.8%	7.3%
파트너	33.4%	20.2%	22.7%	0.6%	5.5%	12.6%	10.0%	12.5%	36.5%	17.7%	10.2%
인프라	0.0%	0.4%	3.3%	6.3%	21.3%	20.0%	10.1%	8.2%	17.0%	2.6%	14.4%
마케팅	11.1%	15.1%	17.8%	22.7%	10.5%	6.1%	5.1%	6.1%	21.4%	16.7%	6.9%
영업이익	9.5%	10.9%	15.1%	18.3%	16.7%	14.9%	16.9%	19.1%	-1.6%	13.6%	17.0%
순이익	-71.2%	80.9%	53.8%	151.2%	407.7%	-2.3%	-3.5%	42.1%	-95.9%	51.2%	29.3%

자료 : NAVER, SK 증권

분기 실적 변동 표

	변경 전				변경 후				% chg.			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	2,565.4	2,499.7	2,648.9	2,703.8	2,513.1	2,473.3	2,660.1	2,693.1	-2.0%	-1.1%	0.4%	-0.4%
영업이익	405.5	389.0	424.0	448.6	398.2	385.8	428.3	444.5	-1.8%	-0.8%	1.0%	-0.9%
지배주주순이익	304.9	217.9	277.7	353.5	329.0	233.9	295.5	362.5	7.9%	7.3%	6.4%	2.5%

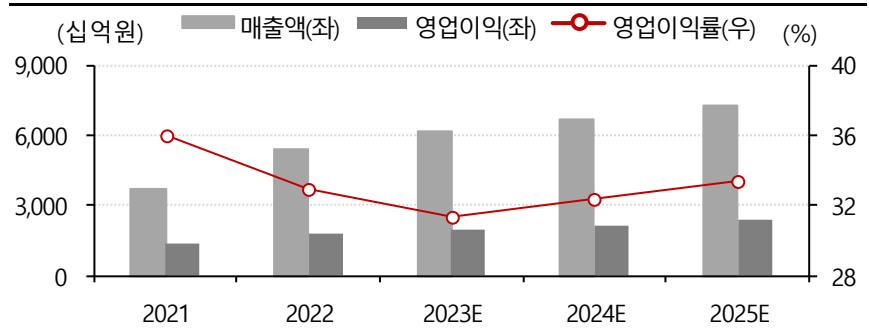
자료 : NAVER, SK 증권

연간 실적 변동 표

	변경 전			변경 후			% chg.		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출총이익	9,699.1	10,676.0	11,635.0	9,646.7	10,631.0	11,672.6	-0.5%	-0.4%	0.3%
영업이익	1,488.8	1,726.8	1,939.7	1,481.5	1,732.7	1,986.9	-0.5%	0.3%	2.4%
지배주주순이익	1,003.4	1,313.5	1,537.5	1,027.5	1,387.8	1,621.7	2.4%	5.7%	5.5%

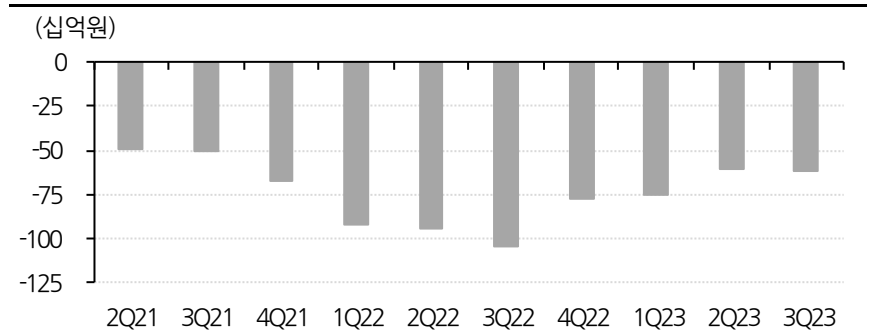
자료 : NAVER, SK 증권

서치플랫폼 및 커머스 부문 실적 추이



자료 : NAVER, SK 증권

콘텐츠 적자 추이



자료 : NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	5,528	6,440	7,488	8,481	9,541
현금및현금성자산	2,781	2,724	2,196	2,657	3,288
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,599	1,785	1,934
재고자산	6	9	11	13	14
<b>비유동자산</b>	28,163	27,459	28,005	28,658	29,321
장기금융자산	4,522	3,801	3,617	3,619	3,621
유형자산	2,111	2,458	2,521	2,643	2,506
무형자산	932	1,481	3,572	3,706	3,773
<b>자산총계</b>	33,691	33,899	35,493	37,139	38,862
<b>유동부채</b>	3,923	5,481	5,600	6,227	6,734
단기금융부채	567	1,575	1,558	1,739	1,884
매입채무 및 기타채무	631	899	3,247	3,624	3,927
단기충당부채	7	5	6	7	7
<b>비유동부채</b>	5,740	4,968	5,757	5,640	5,515
장기금융부채	3,395	2,622	3,202	2,882	2,594
장기매입채무 및 기타채무	118	80	98	98	98
장기충당부채	9	18	20	22	24
<b>부채총계</b>	9,664	10,449	11,357	11,867	12,249
<b>지배주주지분</b>	23,536	22,744	23,181	24,389	25,815
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,439	1,439	1,439
기타자본구성요소	-880	-840	-791	-791	-791
자기주식	-1,066	-1,017	-1,017	-1,017	-1,017
이익잉여금	23,080	23,646	24,619	25,827	27,253
비지배주주지분	492	706	955	883	798
<b>자본총계</b>	24,027	23,450	24,136	25,272	26,613
<b>부채외자본총계</b>	33,691	33,899	35,493	37,139	38,862

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,357	1,438	2,081	2,678	2,783
당기순이익(손실)	16,478	673	1,018	1,316	1,537
비현금성항목등	-14,398	1,318	2,214	1,390	1,454
유형자산감가상각비	412	519	791	829	786
무형자산상각비	21	42	53	66	83
기타	-14,831	757	1,371	495	586
운전자본감소(증가)	-10	307	-472	463	374
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-56	25	-185	-150
재고자산의감소(증가)	0	0	1	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	76	133	1,826	377	304
기타	-46	231	-2,324	273	220
법인세납부	-713	-861	-706	-582	-680
<b>투자활동현금흐름</b>	-13,918	-1,160	-1,550	-1,711	-1,665
금융자산의감소(증가)	-687	-920	-88	-159	-129
유형자산의감소(증가)	-747	-689	-1,051	-950	-650
무형자산의감소(증가)	-52	-55	-2,143	-200	-150
기타	-12,432	502	1,732	-402	-736
<b>재무활동현금흐름</b>	10,265	-472	456	-320	-338
단기금융부채의증가(감소)	-269	-219	-126	181	146
장기금융부채의증가(감소)	10,888	-72	723	-320	-288
자본의증가(감소)	-303	66	-118	0	0
배당금지급	-60	-213	-62	-180	-196
기타	8	-34	39	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,064	-57	-529	462	631
기초현금	3,846	2,781	2,724	2,196	2,657
기말현금	2,781	2,724	2,196	2,657	3,288
FCF	610	750	1,030	1,728	2,133

자료 : NAVER, SK증권 추정

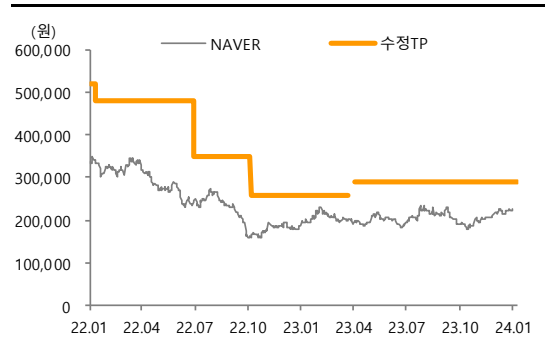
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	6,818	8,220	9,647	10,631	11,673
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	6,818	8,220	9,647	10,631	11,673
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	5,492	6,915	8,165	8,898	9,686
<b>영업이익</b>	1,325	1,305	1,482	1,733	1,987
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	16.3	17.0
<b>비영업손익</b>	801	-221	38	165	230
순금융손익	-25	-13	99	91	98
외환관련손익	-26	-79	0	0	0
관계기업등 투자손익	545	97	388	353	400
<b>세전계속사업이익</b>	2,126	1,084	1,519	1,897	2,217
세전계속사업이익률(%)	31.2	13.2	15.8	17.8	19.0
<b>계속사업법인세</b>	649	411	502	582	680
<b>계속사업이익</b>	1,477	673	1,018	1,316	1,537
<b>중단사업이익</b>	15,000	0	0	0	0
<b>*법인세외과</b>	1,231	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	16,478	673	1,018	1,316	1,537
순이익률(%)	241.7	8.2	10.5	12.4	13.2
지배주주	16,490	760	1,028	1,388	1,622
지배주주귀속 순이익률(%)	241.9	9.2	10.7	13.1	13.9
비지배주주	-12	-87	-10	-72	-84
총포괄이익	16,225	-715	579	1,316	1,537
지배주주	16,233	-681	582	1,361	1,590
비지배주주	-8	-34	-4	-45	-53
<b>EBITDA</b>	1,759	1,866	2,325	2,628	2,856

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	28.5	20.6	17.4	10.2	9.8
영업이익	9.1	-1.6	13.6	17.0	14.7
세전계속사업이익	30.2	-49.0	40.2	24.9	16.9
EBITDA	2.8	6.1	24.6	13.0	8.7
EPS	14.9	-49.0	36.5	35.1	16.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	65.0	2.0	2.9	3.6	4.0
ROE	106.7	3.3	4.5	5.8	6.5
EBITDA마진	25.8	22.7	24.1	24.7	24.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	140.9	117.5	133.7	136.2	141.7
부채비율	40.2	44.6	47.1	47.0	46.0
순차입금/자기자본	1.7	1.0	5.2	2.0	-1.5
EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.5	18.0	17.1	13.8	12.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	9,082	4,634	6,327	8,545	9,985
BPS	149,967	144,841	148,996	156,433	165,213
CFPS	103,160	8,054	11,521	14,055	15,334
주당 현금배당금	511	914	1,165	1,270	1,383
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	41.7	38.3	35.4	25.8	22.1
PBR	2.5	1.2	1.5	1.4	1.3
PCR	3.7	22.0	19.4	15.7	14.4
EV/EBITDA	35.8	16.1	16.6	14.2	12.7
배당수익률	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.10	매수	290,000원	6개월		
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%
2022.07.07	매수	350,000원	6개월	-33.63%	-21.86%
2022.01.19	매수	480,000원	6개월	-38.10%	-28.02%
2021.06.24	매수	520,000원	6개월	-21.96%	-12.69%



**Compliance Notice**

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 09일 기준)**

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------